

SUPLEMENTO

137

RePro
REALIDAD PROFESIONAL

INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

Reforma del Mercado de Capitales



Ciencias Económicas

CONSEJO | BUENOS AIRES



Reforma del Mercado de Capitales

PAPEL DEL MERCADO DE CAPITALES

Las bolsas existen desde hace siglos, tanto para operaciones financieras como de productos. Pero han sido las bolsas de valores financieros las que desarrollaron los mercados de capitales que fueron claves en la consolidación económica de lo que hoy se conoce como economías desarrolladas.

Fueron agentes intermediarios en la oferta y demanda de títulos privados y públicos y funcionaron bajo reglas preestablecidas que otorgan seguridad a sus participantes. Su desarrollo fue posible gracias a una metodología donde las empresas pudieron financiarse de manera directa sin acudir al sistema bancario. Históricamente, en ningún país del mundo la financiación de los proyectos de inversión a mediano y largo plazo se ha realizado por vía bancaria, ya que los intereses, por más reducidos que resulten, tienden a socavar la rentabilidad del proyecto.

En ese caso, o bien la empresa tiene capacidad de autofinanciamiento y por costo de oportunidad le conviene utilizarla, o bien acude al mercado de capitales. Su "secreto": la emisión de acciones por las empresas para financiar sus proyectos. La característica fundamental de estos títulos radica en que ni devuelven el capital, ni pagan intereses. Quien suscribe las acciones corre con las consecuencias del proyecto. Si hay ganancias las empresas las distribuyen entre sus accionistas y las acciones se valorizan. Si la rentabilidad es cero, el accionista no recibe rédito alguno y si hay pérdidas, su capital disminuye y se desvalorizan sus acciones en el mercado. En síntesis, sigue la suerte del proyecto.

Es por eso que en los países desarrollados, el mercado de capitales resulta varias veces superior al financiamiento bancario, sólo utilizado para financiar el capital de trabajo y déficit transitorios en el flujo de fondos de las empresas.

Y dentro del mercado de capitales, a nivel mundial, el grueso de las operaciones proviene de la emisión de acciones. Existen otros títulos que emiten las empresas, similares a nuestras obligaciones negociables, fideicomisos, etc., pero su volumen de movimiento es de menor dimensión ya que pagan intereses y deben amortizar el capital. La diferencia del mercado de capitales con el sistema bancario radica en que éste opera en el corto y mediano plazo y los títulos del mercado de capitales operan en el largo y muy largo plazo a fin de financiar proyectos de inversión con largos plazos de maduración.

Subrayamos lo de emisión de acciones ya que en esos mercados existen

dos tipos de operaciones: las primarias que es la emisión original y las secundarias que son operaciones especulativas donde pasan de mano en mano las acciones, bonos y otros. Estas operaciones son especulativas y no están financiando a las empresas.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

A nivel mundial

Existieron formas primitivas de bolsas en todas las grandes ciudades comerciales de la Europa de la Edad Media, tales como Brujas y Amberes. Pero fue la de Ámsterdam (1602), la primera que tuvo las características actuales y cuya actuación continúa hasta hoy.

Cuando a inicios del siglo XIX la primacía comercial pasó a Inglaterra, se funda la London Stock Exchange en 1801. En el siglo XX, con el cambio de los flujos geográficos que modificaron el peso relativo de las relaciones económicas mundiales, pasó a predominar la Bolsa de Nueva York. Los cambios más importantes de este periodo fueron las primeras regulaciones bajo la forma de auto-regulación que surgieron como consecuencia de la crisis del '30 y las nuevas operaciones en el último cuarto de ese siglo. Allí



aparecen los mercados de derivados de alta volatilidad donde se negocian futuros, opciones y swaps. Se estaba abonando el terreno para la crisis financiera iniciada a fines del 2007 y que aún subsiste.

Ya en el siglo XXI, las bolsas consolidan los cambios institucionales que empezaron a asomar en los '90, derivados de los procesos de globalización de la economía mundial. Por un lado el llamado proceso de "desmutualización" de las bolsas. Las bolsas en el mundo pasaron de ser corporaciones de los agentes de bolsa, a convertirse en empresas que cotizan en los mercados que gestionan. En particular en las bolsas de Estados Unidos. En el caso de América Latina, el fenómeno se evidenció en sus economías más importantes: Brasil, México y Colombia. Actualmente esta tendencia se ha generalizado en el mundo entero.

Por otro lado, un proceso de fusiones de bolsas. La Bolsa de Nueva York (NYSE) con la Euronext, proveniente a su vez de la fusión de bolsas de países europeos. Esta fusión, luego de una operación fallida en el año 2011, ha sido vendida a un operador estadounidense (Diciembre de 2012), y se convierte en el mayor operador mundial. La operación está pendiente de aprobación por parte de los reguladores de ese país.

No podemos dejar de señalar el papel que tienen en el mercado de capitales a nivel mundial, las calificadoras de crédito. Los propios gobiernos de los países desarrollados las han señalado como uno de los principales responsables de la crisis financiera actual. Hemos tenido oportunidad de desarrollar en estas páginas las razones de esa imputación.

En Argentina

En Argentina, los antecedentes se remontan al periodo colonial. En el periodo de la Independencia aparecen indicios claros de la actividad con la creación de la Sala Comercial en 1811; la Bolsa Mercantil de 1821, los corredores del Camoatí en los '40, hasta que en 1854 la existencia de una bolsa se formaliza con la fundación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires que ha continuado sus operaciones hasta la actualidad. Ésta comienza realizando operaciones en monedas de oro y en 1856 ya se negociaban participaciones de sociedades.

Sin embargo, desde la perspectiva de los cambios actuales que se producen en el mercado de capitales, lo más interesante de sus aspectos históricos es la evolución de sus formas regulatorias.

El funcionamiento de las bolsas en Argentina estuvo regido por el Código de Comercio. Debemos tener en cuenta que, elaborado por Vélez Sarsfield y Acevedo, fue sancionado en el año 1859 como legislación de la Provincia de Buenos Aires. Con la unificación de las provincias en 1862, pasó a regir en todo el país. Luego, en 1889, ese código se adaptó al ya existente Código Civil de 1871 como Ley Nro. 2.637. Su título III, "De las bolsas y mercados de comercio" abarcaba los artículos 75 a 86 inclusive.

Esto fue complementado, a mediados del siglo XX con la Carta Orgánica



del BCRA (Decreto Ley 13.125 del año 1957) que, como función de la entidad, incluía la supervisión de las bolsas.

En 1968, bajo el gobierno de facto, se dictó la ley 17.811 donde se aborda integralmente el tema de regulación de las bolsas. Y se define por la metodología de la auto-regulación, es decir, los criterios específicos serían normados y aplicados por la propia Bolsa de Comercio de Buenos Aires que funcionaba, al estilo mundial de la época, bajo una forma mutual. Los agentes, para actuar, debían asociarse mediante la compra de una acción del Mercado de Valores, cuya emisión era limitada.

La autorregulación significaba que los propios actores del mercado se controlan y sancionan a sí mismos. Se supuso, que esto protegería a los operadores del mercado financiero de eventuales decisiones arbitrarias y que la intervención del Estado para la protección del interés público y de terceros, estaría dada por la fiscalización general que ejerce la Comisión Nacional de Valores.

Luego se incorporó al texto de dicha ley, el Decreto 677/01 relativo al Régimen de Transparencia de la Oferta Pública. Esta "fusión" de un decreto y una ley, generó debilidades institucionales en su aplicación.

EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES HASTA LA REFORMA

Revisamos los aspectos institucionales y económicos del funcionamiento del mercado de capitales hasta la actual reforma.

Aspectos institucionales

Al momento de la reforma del mercado de capitales han existido, bajo la regulación antevista, 12 bolsas de comercio y 9 mercados de valores. Sus miembros se asocian en forma mutual y se autorregulan. En el caso concreto de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires es una asociación civil sin fines de lucro que le da marco al Mercado de Valores de Buenos Aires, una sociedad anónima formada por las propias sociedades de bolsa. La Bolsa regula el mercado y sanciona a sus miembros. El ente pertinente del



Estado es la Comisión Nacional de Valores (CNV), cuya función es aprobar los estatutos de las entidades y puede solicitar investigaciones específicas y sanciones en su caso.

Es la Bolsa de Comercio la que está habilitada para aceptar y suspender la cotización de títulos, de acuerdo a sus reglamentos, previamente aprobados por la CNV.

Su papel económico

En términos económicos, la característica fundamental del mercado de capitales en Argentina deriva de su muy escaso nivel de desarrollo y su progresivo deterioro a través de décadas y hasta la actualidad.

Por empezar, el grueso del financiamiento en el mercado de las empresas en Argentina, no proviene del mercado de capitales sino de los préstamos bancarios. Y este financiamiento es muy bajo, debido a que una característica central de las empresas en Argentina: su manejo en base a autofinanciamiento.

Y que este financiamiento bancario es muy bajo lo demuestra la estadística de los préstamos bancarios privados en la comparación internacional que realiza el Banco Mundial ("Préstamos privados / PBI").

La estadística presenta las siguientes características para el año 2011: Argentina se encuentra en el ranking levemente por arriba de Lesotho y Ghana y levemente por debajo de Uganda y Tanzania. Por sí misma, esta ubicación nos está diciendo de su volumen comparado. Pero debemos compararla con la región. Todos los países de América Latina están arriba de Argentina excepto Haití a la que sólo superamos por un punto. Argentina detenta préstamos privados por un monto equivalente al 16,8% del PBI, mientras que la media de América Latina está en 44,8%, Brasil en el 61,4% y Chile en el 71,2%. Ni hablar de la comparación con países desarrollados.

El nivel de crédito bancario es muy bajo, o porque no se otorga o porque no se solicita. Sin embargo, las empresas podrían acudir al mercado de capitales. En todo el mundo ese mercado representa un financiamiento para las empresas varias veces superior a los préstamos bancarios, pero en Argentina, el mercado de capitales sólo "suplementa" al crédito bancario entre un 10-20% adicional de ese ya muy bajo nivel de crédito, en los últimos años.

También este fenómeno de casi inexistencia del mercado de capitales podemos verlo a través de comparar la dimensión del mercado de capitales argentino con el resto del mundo a través del indicador "Capitalización de mercado / PBI" del Banco Mundial.

Para el año 2011, mientras Brasil tiene el 49,6% y Chile el 108,7%, Argentina sólo detenta el 9,77%. Nada menos que Bolivia supera a Argentina con un indicador 72,9% superior (16,89%). Y no sólo la comparación puntual. En los últimos años, mientras que el indicador en Argentina desciende

abruptamente, en el resto de países importantes de América Latina crece a ritmo sostenido.

Y un mercado pequeño, inserto en un mercado internacional de alta volatilidad agrava las condiciones por sí mismo, al jugar como amplificador de las variaciones de las bolsas en el mundo. Pequeños montos en términos internacionales que entran o salen del mercado argentino producen verdaderos cataclismos en las cotizaciones y su efecto es alejar a las empresas de algo que en lugar de resultar una solución puede convertirse en una trampa.

También podríamos mostrar, en base a la estadística internacional del Banco Mundial, que en Argentina cotiza un menor número de empresas que en otros países equivalentes. Pero entendemos que esta comparación es incorrecta. Lo importante resulta de su evolución histórica.

Si realizamos esa comparación, observamos que la problemática del mercado de capitales no es sólo producto de la actual coyuntura. Existe una tendencia declinante de ese mercado a lo largo de décadas, que parece no encontrar su piso.

Mientras que en el año 1961 cotizaban en bolsa 675 empresas, hoy lo hacen 99 empresas. Y ese número no cayó porque desaparecieran del panel de cotizaciones por graves errores de algún gobierno en particular. La cifra, desde 1961, viene cayendo de manera sistemática atravesando todo tipo de gobiernos y todo tipo de experimento económico. Y en el último medio siglo, vaya si los hubo, y para todos los gustos.

Pero el problema del mercado de capitales en Argentina no es sólo una cuestión numérica sino también cualitativa. En primer lugar, en aquellas 675 empresas de que cotizaban en 1961, existía un volumen importante de empresas nacionales, medianas y de producción regional. El grueso de las actuales son empresas grandes, extranjeras y no asentadas en economías regionales.



En segundo lugar, en las bolsas del mundo, el instrumento “estrella” es sin duda, la emisión de acciones, debido al papel que juega en el financiamiento de largo plazo. Y la estadística hace referencia a la oferta pública inicial, cuando una empresa vende sus acciones al público, y no de la mera cesión especulativa entre distintos tenedores.

En Argentina, en los últimos años (y es una tendencia de décadas), la emisión de acciones dentro del conjunto de instrumentos existentes, estuvo en tercer lugar. Entre los años 2006 y 2009 con una participación de entre el 6 y el 13% del total. En el año 2010 pasó a 4º (y último) lugar con el 3,41%. Pero ya en 2011-12 su participación es ínfima. En el año 2011, ocupa el último lugar con el 0,61% (menos del 1%) y similar lugar y porcentaje en el acumulado a Noviembre de 2012 (0,67%). La emisión de acciones como instrumento de financiamiento prácticamente ha desaparecido.

Y en tercer lugar el problema también es cualitativo cuando el grueso del financiamiento del mercado de capitales está orientado hacia las grandes empresas. Las Pymes participaron con porcentajes de entre el 4 y el 8% del mercado de capitales en los últimos años y con ausencia total en emisión de acciones. A ese nivel llega casi sólo con el instrumento “cheques diferidos”.

La emisión accionaria total actual casi igual a cero y un deterioro histórico sistemático del número de empresas cotizantes, nos dice por sí mismo que estamos frente a un problema estructural muy profundo y grave. Expresa nada menos que el sistema capitalista no está funcionando en Argentina.

LA REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALES

Adaptación a las tendencias

El 29-11-12 el Senado convirtió en ley la reforma del mercado de capitales. A la fecha de cierre de este informe aún no había sido publicada en el Boletín Oficial. Observadores del mercado opinan que se espera una sanción “ficta” ya que esto mejoraría la posición del Estado frente a una

eventual acción judicial de inconstitucionalidad.

Una vez publicado, a los 30 días corridos de esa publicación entrará en vigencia y existe un plazo de 180 días para su reglamentación y diseño de los cronogramas de adaptación de las instituciones actuales.

Siguiendo las tendencias internacionales, el elemento central de la reforma pasa por eliminar la auto-regulación y la organización mutualizada. Las autoridades entienden que las principales limitaciones del mercado de capitales (acceso de la pequeña y mediana empresa al financiamiento, nuevas alternativas de inversión, nuevos instrumentos, acceso de pequeños ahorristas, ausencia de integración de los mercados, acceso a más operadores de mercado, bajo nivel de operaciones, oligopolio de las calificadoras de riesgo, etc.) son productos de la anterior organización. Y sobre todo pesa el papel de la autorregulación de estos mercados y de las calificadoras de riesgo en la crisis financiera mundial cuyos efectos aún se hacen sentir.

Desde las posiciones ortodoxas en materia económica se realizaron críticas al criterio regulatorio visto como un avance del Estado sobre la actividad económica. Pero no tuvieron peso en el debate. En ese sentido es muy ilustrativa la posición editorial de La Nación, un medio de prensa que históricamente se ha caracterizado por criticar todo intento regulatorio en la economía cualquiera sea el gobierno actuante.

“En el nuevo régimen propuesto para los mercados de capitales y de productos, se reemplazará la autorregulación ejercida por las entidades bursátiles, transfiriéndola exclusivamente a la CNV. Debe reconocerse que ésta es una tendencia observada en el mundo y que desde ese punto de vista no tendría objeción. Tampoco la tendría la propuesta de desmutualizar las bolsas y mercados, transformándolos en sociedades anónimas, sin exigir el carácter de accionista para ser operador. Este proceso también ha ocurrido en el plano internacional y ha sido el paso previo para la fusión de las bolsas en Estados Unidos, Europa, Asia y en Brasil.” (La Nación, Octubre 28 de 2012)

OBJETIVOS	INSTRUMENTOS
Acceso al mercado de las pequeñas y medianas empresas.	Flexibilizar los mecanismos para que esa franja de empresas pueda realizar oferta pública de títulos y acciones y reducir los costos.
Promover la participación en el mercado de capitales de pequeños ahorristas.	Orientar a pequeños ahorristas mediante un portal en la web sobre funcionamiento del mercado, según el nivel de aversión al riesgo y oportunidad de acceso a nuevos instrumentos alternativos. Educación financiera para superar la desinformación y el temor al fraude.
Federalización bursátil.	Mercado federalmente integrado. BCBA y Merval ya negocian la creación de una “Bolsa Federal de Valores” que sumará las bolsas y mercados del interior del país. Realizar operaciones interconectadas vía Internet mediante una plataforma común.



OBJETIVOS	INSTRUMENTOS
Desmutualización.	Ingreso de nuevos actores al mercado. Eliminación de la exigencia de la calidad de accionista para que un agente intermediario pueda operar en el mercado.
Eliminar la autorregulación.	Trasladar la supervisión de las empresas cotizantes a la CNV, ampliando sus funciones, y fortaleciendo sus capacidades de supervisión, fiscalización y sanción.
Aislar las operaciones especulativas del financiamiento orientado a la inversión productiva.	Bancos deberán dedicar un área o filial especializada en operaciones especulativas para un control más minucioso.
Control del flujo de capitales bajo la forma de títulos y acciones.	Reglamentar la participación del BCRA en las funciones de la Caja de Valores.
Terminar con los abusos y errores de las calificadoras de riesgo crediticio.	Anula la obligación de contar con una calificación de riesgo previa para emitir deuda y cotizarla en Bolsa. Eliminación de competencia de calificación en deuda soberana. Participación de nuevos jugadores en el mercado de calificación de riesgo crediticio. Nuevas metodologías de calificación adecuadas al contexto económico del país y su evaluación permanente. Preparar condiciones para la participación de las universidades en la calificación.
Transparencia para las operaciones.	Eliminación del secreto bursátil para organismos del Estado (la CNV compartirá información con otros organismos). Cambio de fueros. Del privado al contencioso administrativo.
Protección de accionistas minoritarios en sociedades cotizantes.	Designación de veedores con derecho a veto y separar los órganos de administración de manera temporaria.

Lo que este proyecto hace es retomar por el Estado la capacidad regulatoria y las decisiones, hasta ahora en poder de las bolsas, y que con este proyecto pasan a la Comisión Nacional de Valores. Pasar de la autorregulación a una regulación efectiva por el Estado se trata de un paso lógico y que se ha estado realizando en todo el mundo. Y en los últimos años se ha profundizado debido a las graves manipulaciones que se vienen detectando en los mercados mundiales desde el año 2007, y que ha afectado gravemente a los países desarrollados.

Es que el mundo ha pasado del concepto de protección de los actores a través de su autocontrol y sanciones, al concepto de protección a los ciudadanos al convertirse estos mercados en un riesgo potencial para el conjunto de la economía.

El contenido de la ley

A partir de romper con el concepto de auto-regulación y mutualización, se abre un inmenso abanico de nuevos elementos que modifica radicalmente la organización institucional del mercado de capitales. Veamos un esquema sintético de su contenido a través de los objetivos e instrumentos que consideramos más importantes del texto y algunas iniciativas derivadas de

la ley ya en marcha. El texto abarca 157 artículos.

Respecto al objetivo final el Mensaje del Proyecto de Ley nos dice:

“El principal objetivo de este proyecto es fortalecer la capacidad de regulación y supervisión del Estado Nacional sobre los mercados, promoviendo su apertura, competitividad, y orientación hacia la economía real, con la dinámica necesaria para cumplir con los objetivos del desarrollo económico.”

A partir de aquí, el proyecto tiene objetivos complementarios que revisamos junto a sus instrumentos.

NUESTRAS OBSERVACIONES

Subyace entrelíneas del texto propuesto la idea de que el bajísimo nivel de actividad del mercado de capitales y su permanente deterioro a lo largo de décadas, es producto del marco legal en el que hasta ahora se ha desarrollado esta actividad. Y se ratifica de manera explícita en el Mensaje de Elevación del PE:

“En el caso particular de la República Argentina, se advierte que el mercado de capitales ha tenido un desarrollo limitado en relación a otras economías



comparables, a causa de las pasadas crisis económicas, pero también, por ausencia de un marco regulatorio suficientemente apto para su concreción.”

Nos está diciendo que el problema radica en un desarrollo limitado y que con esta regulación y la política económica vigente todo se soluciona. El verdadero problema de fondo referido al mercado de capitales es su casi inexistencia en la Argentina. Y no es un problema actual sino que atraviesa décadas, actualmente agravado por la lisa y llana desaparición de la emisión en el mercado accionario tal como hemos visto más arriba.

No pueden haber dudas que el tipo de regulación realizada hasta ahora ha influido en el tamaño del mercado. Sin embargo, las cifras que hemos revisado más arriba respecto a la realidad de este mercado nos lleva a introducir como hipótesis que existen causas estructurales mucho más profundas para que un mecanismo esencial de los sistemas económicos modernos se haya corroído de manera sistemática durante décadas.

Esto nos hace pensar que será necesario, junto a este cambio radical en la legislación que ordena la actividad, políticas económicas sistémicas y de largo aliento para lograr que las empresas y los ahorristas, en toda la gama de dimensión, utilicen el mercado de capitales como intermediario financiero.

Y en esta política económica, sobre todo en el área financiera, requiere de un ingrediente fundamental: la confianza de los operadores que debe mantenerse vigente en el largo plazo. Y en ese sentido, la regulación (la ley y sus reglamentaciones) resulta clave como complemento para reforzar la confianza de los operadores.

Es en esa dirección que hacemos observaciones al texto aprobado. No es suficiente una ley “aggiornada” a las modernas tendencias en la materia, si no logra coadyuvar, junto a las medidas económicas, a generar confianza en todos los operadores del mercado de capitales.

Es conocida la aversión que existe en el sector financiero, (en Argentina y en el mundo entero) a los controles del Estado. Aunque en el marco de una economía mundial en profunda crisis debido justamente al versus de esa tendencia (la desregulación del sistema financiero), lo aceptan a regañadientes.

Sin embargo, no podemos desconocer la existencia de ese tipo de criterio, que puede socavar las mejores intenciones. Y la prueba la tenemos en el debate de este proyecto. A pesar del amplio apoyo que el proyecto tuvo en los sectores productivos, financieros y políticos surgieron dudas sobre el manejo que ésta u otra administración de gobierno pueda realizar de la ley.

Las dudas van dirigidas a las facultades de la CNV que consideran demasiado amplias. Algunas de ellas estaban en el proyecto original y otras fueron insertadas en el debate en la Cámara de Diputados (Senadores aprobó el despacho de Diputados sin modificaciones). Algunas de las que formaron parte del proyecto original enviado por el P.E. son:



- Eliminación del secreto bursátil, profesional y fiscal. Según el artículo 20, inciso f), cuando puede solicitar información a todo organismo público y a personas físicas o jurídicas, que hasta ahora ha sido sólo requerible por autoridad judicial.
- Declarar ineficaces los actos bajo su control, sin sumario previo, según el artículo 19, inciso i).
- Suspender preventivamente la oferta pública bajo el criterio de riesgo sistémico, según artículos 141 y 142.

La lista podría ser interminable. Sin embargo, el punto que mayor escozor ha causado, incluso entre los bloques parlamentarios que apoyaron la iniciativa, fue el agregado que se realizó en el dictamen de Comisión de la Cámara de Diputados que incorporó como artículo 20, inciso a).

Allí, con el objetivo de proteger a los accionistas minoritarios, éstos pueden denunciar irregularidades ante la CNV, y ésta intervenir en dicha sociedad sin aviso previo, designando veedores con derecho y llegando hasta la separación temporaria de los órganos de administración.

Y los temores se multiplican si se observa que el Estado es accionista minoritario de alrededor de 40 empresas cotizadas en bolsa a través de una participación originaria (p.ej., el caso de Papel Prensa), o bien por la tenencia de acciones en los activos del Anses heredadas del sistema de AFJP. Es el mismo Estado el que podría denunciar e intervenir de manera instantánea.

El debate sobre el alcance y utilización posible de facultades de este tipo para fines “non sanctos” puede resultar interminable. A su vez, los defensores de estas facultades tienen una batería de argumentos respecto al papel que debe jugar el Estado para evitar situaciones límites en un contexto de



altísima volatilidad financiera, sobre todo cuando los efectos de su ausencia produjeron la crisis mundial de 2007-08 cuyos efectos aún perduran.

A su vez, estos problemas potenciales podrán ser agravados o disminuidos de acuerdo a la reglamentación que de la ley realice el PE y para lo cual tiene 180 días de plazo. Su importancia deriva de que algunos temas claves no han sido tratados en profundidad. Por ejemplo, el caso de las calificadoras de riesgo. En el texto de la ley sólo aparecen en dos artículos referidos al tema y por ende, el grueso de su actuación queda librado a la reglamentación.

Una visión alternativa

Estas dudas pueden afectar el costado más sensible del mercado de capitales: la confianza. Sin embargo, el problema no radica en el nivel de intervención sino en la conformación de la autoridad de aplicación que manejará estas facultades.

En ese sentido consideramos incorrecta la conformación del ente de aplicación. En la designación de la conducción de la CNV, que es inevitable que detente un inmenso poder, sólo interviene el Poder Ejecutivo.

Existen importantes antecedentes internacionales en esta materia que señalan una alternativa: un ente autónomo y participativo con similar grado de autarquía de un banco central.

Y el carácter de participativo en base a la presencia de los actores del mercado. Los antecedentes más importantes son los de Estados Unidos y de Brasil. En esos casos el ente participativo se conforma con las mayorías y minorías parlamentarias.

En Argentina, la existencia de frágiles estructuras en los partidos políticos, nos lleva a sugerir la introducción de una variante del criterio. Las entidades participantes deberían ser los distintos segmentos del mercado, ya que históricamente han mostrado una sólida estabilidad institucional.

Sin duda, que este planteo pone en situación minoritaria al Estado en el ente de aplicación que quedaría en manos de las entidades que hasta ahora han manejado este tema por vía de la autorregulación. Pero éstas limitaciones de la propuesta tienen alternativas que la pueden convertir, de un obstáculo, en un elemento de promoción de la actividad

En primer lugar, se puede proveer al Estado de un derecho de veto frente al riesgo que las medidas concretas que adopte resulten incompatibles con las grandes líneas de política económica que la administración de gobierno quiera llevar a cabo. Y esto se complementa con la capacidad inherente del Estado de intervenir el ente frente a eventuales graves desviaciones respecto a la orientación global de la política económica.

En segundo lugar, las entidades involucradas podrían imponer, no un nombre específico sino una terna, de la cual podría rechazar a todos o elegir uno de ellos, y enviar la propuesta al Senado para que avale la designación a la manera de los directores del BCRA y con ello llenar el criterio de la participación parlamentaria.

Un ente con la participación de los sectores involucrados y que deje a salvo la responsabilidad conductiva del Estado, junto a una política económica específica de largo aliento concertada en el Parlamento, puede otorgar la cuota de confianza que se necesita para revertir un proceso sistemático de deterioro del mercado de capitales a través de décadas.

Consulte Informes de Coyuntura anteriores
en la sección Biblioteca Virtual

WWW.CPBA.COM.AR

